

CDR 的金融创新风险及其防范

——以大陆香港两地金融法为研究样本

陈 慰 星

(厦门大学 法律系, 福建 厦门 361005)

关键词: 中国存托凭证; 风险; 防范

摘 要: 中国存托凭证(CDR)发行上具有异地准入风险、外汇流通风险、间接做市风险以及资质认定风险, 应建立以保守准入、综合监管和区际经济法律制度为核心的三元风险防范框架。

中图分类号: F830 文献标识码: A 文章编号: 1009-3753(2002)04-0060-03

一、CDR——一个强力的金融创新工具

在中国加入 WTO 之后, 中国的证券市场同样应当面对由此而来的国际金融竞争新态势, 因此金融创新成为了应对这种挑战的最好工具, 中国证监会主席周小川以肯定的答复确立了中国证券市场的一个新的投资品种——中国存托凭证(Chinese Depositary Receipts, 简称 CDR), 并邀请香港上市公司就发行 CDR 提出正式申请。

存托凭证(Deposition Receipts)是一种可以流通转让的代表投资者对境外证券所有权的证书。它由发行者将其发行的证券交本国银行或外国银行在本国的分支机构保管, 然后以这些证券作为保证, 委托外国银行再发行与这些证券相对应的存托凭证。存托凭证不是原始证券, 只是这些证券的所有权证书。投资者通过购买存托凭证, 等于拥有外国公司的股权, 这就意味着在国内直接打通了通向外国证券市场的通道, 国内投资者可以以本国金融资源竞逐世界证券市场投资品种。而对于发行存托凭证的公司而言, 其优势就更多元了: 首先, 其可以只是借助一国上市的机会, 就占有允许其存托凭证进入海外资本市场, 达到间接上市融资的目的, 从而大大节约公司融资费用, 同时也开辟了更为广阔的融资市场; 其次, 存托凭证作为一个新型的金融产品, 可以提高该公

司的金融工具在海外市场的形象和知名度, 并且也丰富了上市公司除股票之外的金融工具品种, 实现了公司金融运作的降险; 第三, 通过扩大其有价证券市场, 增加存托凭证发行公司在外的股东, 从而为公司打造出更为厚实的金融资源基础, 有助于增加其有价证券之流动性; 其四, 上市公司可以借助存托凭证与托外股票的比例调整, 实现对于上市证券市场与海外市场的股票交易量控制, 从而调剂供需, 维持或提高公司股票的市场价格; 最后, 存托凭证这种金融工具的存在, 也为企业的扩张提供了一个更为隐蔽有效收购兼并的途径。

二、风险: CDR 制度不能承受之重

由于借助了中国的上市场所和资本等上市资源, 因此毫无疑问, 这些代表了外国上市公司股票的存托凭证必须符合中国的证券资格, 即那些被存托的股票所代表的上市公司的发行股票权利必须符合我国《证券法》与《公司法》的上市标准, 否则就会形成国内国外的上市差别待遇, 形成不良的上市激励, 引起国内准备上市公司的“叛逃”, 造成上市对象的流失。这是我们需要在本文明确的问题讨论前提。

(一)内地准入风险

1、上市公司股本评估标准风险。由于香港证券上市(listing)的公司只是要求市场资产市值至

收稿日期: 2001-04-10

作者简介: 陈慰星(1978—), 福建泉州人, 硕士研究生, 主要从事诉讼法和经济法研究。

少为 5,000 万港元(或为联交所上市委员会确定的资本额),并提交三年的业绩记录,而对比大陆对于上市公司资质的要求,上市公司的股本总额不少于人民币 5000 万元,这首先就有一个资本上市资本额度的不同风险,因为二者市场资产总值在财务概念上并不等于上市公司股本总额,这就意味着两地评价上市公司地的资质的标准不同,这也阻碍了香港上市公司的内地 CDR 准入评估的精度,无疑间接加大了 CDR 的内地上市难度。

2、上市公司业绩记录的差异要求风险。香港的上市业绩要求提交三年的公司经营记录,而大陆《公司法》、《证券法》均要求上市公司提交三年的盈利公司经营记录,这就意味着两地对于上市公司的盈利要求是不同的,对于那些已经上市的香港公司,如果其上市盈利标准不符合中国法律规定而又提出 CDR 申请,无疑就会给针对香港上市股票这个标的进行大陆存托凭证买卖的审批机关提出法律适用的难题。并且这种三年的业绩还存在一个起算点的问题,即那些准备 CDR 的香港公司到底依据的是其在申报香港联交所上市公司之前的三年业绩记录,还是应该提供其申报内地 CDR 上市之际之前的三年业绩,亦或是两个三年的业绩都需要,这些都是两地相关法律规定所不能涵盖的,导致一种两地消极法律冲突带来的上市公司信息披露不清的风险。

3、二元上市渠道的资质风险。由于香港的证券上市渠道有两种,一种是证券资质要求较高的主板市场(如上述的上市条件),一种是面向中小企业的风险融资的香港创业板市场,这种不同功能的区分,决定了在两个市场上市的股票的资质和上市公司的实力是不同的,因此对于资质较主板差的创业板股票,其如果也相应地被存托,寻求内地 CDR 的机会,上述提出的种种两地上市公司资质的冲突就更为直接与明显了,也带来更大的内地 CDR 的运行风险,毕竟创业板的上市企业是以风险投资居多的。

(二)异地上市外汇流通风险

异地上市的外汇流通风险体现在两个方面:其一,前述我们提及的股本评估货币在香港采用的是港币单位,在内地则要求人民币,由于人民币

与港币并不是 1:1 的联动汇率,因此在评估标准上就存在着两地的汇率变动的动态风险,特别是如果人民币兑换港币的汇率提高,就会给内地的 CDR 资质评估的安全性造成极大的风险,同时一旦进入 CDR 之后的香港公司因为经营不善造成股本实际价值的下降,而又出现港币贬值的情况,那么依照何种货币标准将已经不适合的香港公司剔除,也是这次 CDR 制度设计不能回避的一个潜在风险;其二,我国虽然在人民币的经常项目上实现可兑换,但人民币资本项目的兑换尚有时日,因此以人民币为交易形式的 CDR 显然会让前来融资的香港企业面临一个资本回流的难题,如果不能解决这个问题,那么是没有香港企业敢冒着资本不能汇兑的风险而涉足内地 CDR 的,这就埋下了一个 CDR 可能失去交易对象的隐患。

(三)间接做市的交易风险

因为是涉及两地的以凭证发行的股票,借助 CDR 形式而实现内地上市的企业完全有可能以一种间接的手段合法实现对于本身 CDR 市场价格的控制。本文将以如下一个虚拟的操作过程来进行说明:已经获得 CDR 资格的香港上市公司甲在大陆设立一家空壳企业(或个人)乙,乙可以通过如下行为在合法的状态下实现与甲的洗售(wash sale)——这种最为危害上市交易的操纵市场行为:首先,乙进行洗售的资本可以轻松的获得甲的支持,虽然因为 CDR“委托银行”的缘故二者之间间隔了一层,但不可否认的是由于所有的 CDR 资本还是会回到甲这个上市公司(扣除相关的银行中介费用与发行费用后),因此其对乙的资本输血并没有金融上的难度,同时设立 CDR 一定要解决所筹集资本的回流问题,而甲的注资行为并不会受到内地的排除(相反还是受到欢迎的),因此乙的投资资本获得就一定是合法的;其次,我国的《证券法》第 42 条限制了大规模购买(5%以上)上市股票的股东在六个月内的买卖行为,要求股东因此获得的受益要全部归还给上市公司,而这一点恰恰会成为乙合法将洗售获得的高额利润返还给甲的最好途径,只要甲让乙通过 CDR 获得超过 5%上市甲股票而成为符合《证券法》第 41 条要求的股东,乙在高价位抛售完 CDR 之后主动

向母公司申报即可。至此甲乙双方已经合法实现了从资本流动到利润返还的全部过程,并且实在没有法律破绽。至于香港法律是否能够对这种行为予以惩治,答案也是不能,因为法律属地效力的特性,决定了香港的《证券法》只能针对香港本地的违规证券交易行为,即使香港证监会寻求到内地证监会的协作(这种国际金融监管合作是一种国际惯例,不能回避),证监会也无法对“遵守”中国《证券法》的乙课以责任。这种两地法律无能为力的尴尬折射出的恰恰是 CDR 最为严重的法律危机。

(四)香港红筹股的资质认定与法律适用风险不可否认,CDR 最为直接的受惠上市群体,就是带有中资背景的香港红筹股份,如中国电信、中国联通已经纷纷表示要进入 CDR 市场,但是我国《公司法》第二章第三节已经将此类公司列入专门的国有独资公司专门管理,而其在香港上市的往往是国有公司的优质资产,因此面临这一部分优质资产借助 CDR 的回归,意味着内地对这部分资产一个法律定性上的难题:是直接按照其中资的实际属性予以认定,而适用《公司法》关于国有独资企业的专章调整,还是将其视为港资企业,适用《外商投资企业法》,这都是中国证监会在实行 CDR 管理所不能回避的,否则将会因为法律适用的这个监管依据的模糊而导致整个监管秩序受到破坏。

三、防范:CDR 的化险设计

(一)保守准入:实现港股“安全上垒”

在前述的 CDR 港股资质探讨中,由于大陆香港两地的法律规定不同,决定了可能进行 CDR 申请的香港上市公司的资质与大陆不符,因此有必要依托证监会已经建立起的对于股票上市的审批机制,实行个股审批的保守做法,因为对比于相对宽松的核准制而言,这种方式可以直接有效驳回那些不合资质的申请,并且可以在审批过程中,综合比照申请人的整体资信状况,从而在准入环节上为中国 CDR 把好第一关,也直接绕过两地法律规定不同带来的协调性的风险。

(二)多管齐下:综合监管滴水不漏

我们看到,CDR 的发行是一个涉及多方面的系统工程,包括证券、银行、外汇在内的多个行业在成为彼此的一个流程环节的同时互相牵连影响。因此从存托凭证这个交易品种的概念导入与实质入市,到引导股市资金的合理适当分流输血,再到防止“合法”做市行为扭曲交易市场,以及最后港企实现 CDR 人民币融资后的汇兑与汇出,都给证监会、央行以及国家外汇管理局提出崭新的挑战。具体而言,针对风险最为集中的外汇以及上市交易两个环节,首先必须打开人民币资本项目兑换的一个口子,允许上述 CDR 资本对港币的汇兑,以保证港企的上市激励,防止由此带来的交易对象的稀缺,同时为了保证这种汇兑不会被用作其他目的,国家外汇管理局应当建立一个单向的外汇通道,直接将 CDR 所融资本经由外汇局汇兑后转向香港企业账户,保证中国外汇市场不受 CDR 汇兑的影响;其次必须关上大陆《证券法》第 42 条留下的合法性转移资本的借口,增加对于 CDR 交易的除外规定(禁止适用),课以更为严格的证监会没收股票买卖收益的交易责任,以消除上市公司做市热情,净化市场交易空间。

(三)标本兼治:塑造全新区际法律

国际经济法走向实体性立法的发展趋势昭示我们,在寻求更为彻底的 CDR 风险解决方案时,可以走更为简洁的跨地区的 CDR 专门法立法之路。因为 CDR 只是涉及到大陆与香港两地的一种交易行为,这种跨地区立法显然不需要兴师动众,寻求许多国家的全面支持,这就已经在客观上解决了国际立法中最为棘手的不同国家间利益协调问题。

参考文献:

- [1] 严嘉,于静.香港金融法[M].郑州:河南人民出版社,1997.
- [2] 王新建主编.香港民商法实务与案例——香港金融法实务[M].北京:人民法院出版社,1997.
- [3] 田俊荣.入世将加快人民币可兑换[N].人民日报,2001—11—15.
- [4] 何晓鹤.CDR 欲引领中资红筹返乡[N].经济观察报,2002—03—11.

责任编辑:一云